

IV/ La BCE face à la crise de la Covid-19

Christophe Blot et Paul Hubert

Comme lors de la crise financière de 2008-2009, les banques centrales ont été en première ligne pour apporter une réponse à la crise de la Covid-19. Elles ont rapidement réagi en déployant l'ensemble des outils dont elles disposaient afin d'assouplir l'orientation de la politique monétaire, éviter une crise de liquidité et le tarissement des financements accordés aux ménages et aux entreprises. L'objectif de ces mesures n'était pas uniquement de stimuler la demande, mais aussi d'éviter une amplification financière du choc. Ce nouvel épisode de crise a aussi rappelé le rôle que jouent les politiques d'achat de titres souverains afin d'accompagner les mesures budgétaires mises en œuvre par les gouvernements. Dans la zone euro, les mesures lancées par la BCE permettent de contenir les écarts de taux d'intérêt souverains entre les pays de l'union monétaire favorisant une transmission plus homogène de la politique monétaire.

Après avoir présenté les différentes mesures prises par la BCE depuis mars 2020, nous discutons de leurs finalités et des éventuelles marges de manœuvre restant à sa disposition.

L'action de la BCE pendant la crise de la Covid-19

Depuis mars 2020, la propagation de l'épidémie a contraint de nombreux pays à prendre des mesures prophylactiques se traduisant par une limitation des interactions physiques. Il est alors devenu de plus en plus évident que de telles décisions allaient provoquer une chute de l'activité. Anticipant les baisses de PIB, les banques centrales ont réagi rapidement prenant différentes

mesures expansionnistes. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, les banques centrales ont d'abord baissé les taux d'intérêt. Dans la zone euro, les marges de manœuvre de la BCE sur les taux directeurs étaient plus limitées puisque le taux des opérations principales de refinancement était déjà à 0 % depuis mars 2016 ; celui des facilités de dépôt était même négatif (- 0,5 %)¹.

Contrainte par ce niveau plancher pour les taux d'intérêt directeurs, la BCE a directement renouvelé ou amplifié les mesures dites non conventionnelles. Parmi ces décisions, on peut distinguer les interventions portant sur la liquidité accordée aux banques des opérations d'achat d'actifs. Notons que même si la Réserve fédérale ou la Banque d'Angleterre disposaient de marges de manœuvre sur les taux d'intérêt, elles ont aussi eu recours à ces mesures.

Contrairement à 2008-2009, la crise ne trouve pas son origine dans la fragilité du système financier. Néanmoins, les perspectives de récession auraient pu fragiliser les banques et susciter la défiance. Il a donc semblé nécessaire à la BCE de prévenir tout risque de pénurie de liquidités en proposant dès le mois de mars des opérations supplémentaires de refinancement à long terme (LTRO). Ces prêts aux établissements de crédit de la zone euro permettent de fournir un refinancement pour une maturité allant de trois mois à trois ans en échange de garanties (collatéraux) apportées par les banques emprunteuses. Ces opérations garantissent un accès à la liquidité lorsque les banques ne souhaitent plus faire de prêts sur le marché interbancaire. Ce dispositif a été complété par des opérations de maturité plus longue : les PELTRO (*Pandemic emergency long-term refinancing operations*). Il s'agit d'opérations d'octroi de liquidités étalées entre mai et décembre 2020, et dont la maturité va de juillet à septembre 2021². Par ailleurs, étant donné le rôle du dollar dans les transactions financières internationales, les lignes de *swap* entre les principales banques centrales ont été renouvelées pour maintenir la liquidité sur le marché interbancaire international.

1 Le taux des facilités de dépôt est celui auquel les réserves excédentaires des banques commerciales au bilan de la BCE sont rémunérées. La BCE a introduit le 12 septembre 2019 un système de palier, dans lequel une fraction de ces réserves est exemptée de ce taux, aujourd'hui en territoire négatif.

2 La maturité de ces opérations va de seize à huit mois.

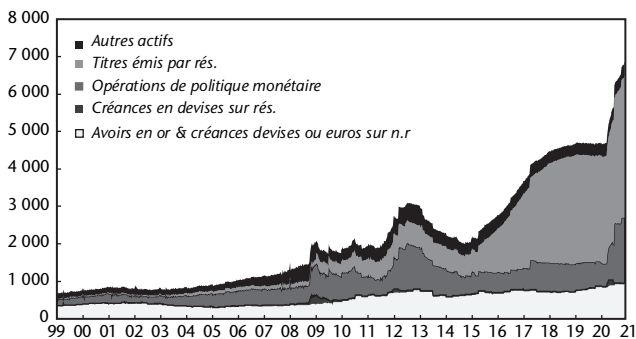
La BCE, tout comme la Banque d'Angleterre, encourage également les prêts aux entreprises *via* les TLTRO (*Targeted long-term refinancing operations*) et le TFSME (*Term funding scheme with additional incentives for SMEs*). L'objet de ces dispositifs est toujours d'octroyer un refinancement aux banques, mais cette fois-ci conditionnellement aux crédits qui ont été accordés aux agents non financiers au cours de l'année écoulée et plus particulièrement aux petites et moyennes entreprises.

Le second volet des interventions des banques centrales s'appuie sur la reprise ou l'extension des programmes d'achat d'actifs. Dans la zone euro, la première décision du 12 mars a consisté à accroître les achats dans le cadre du programme existant dénommé APP (*Asset Purchase Programme*). Christine Lagarde a ainsi annoncé 120 milliards d'achats supplémentaires. Cette mesure a cependant été rapidement jugée insuffisante, entraînant une vive tension sur les marchés de dette souveraine. C'est pourquoi la BCE a lancé, le 18 mars, un nouveau programme de 750 milliards d'euros, le PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*). Le plafond a été augmenté de 600 milliards le 4 juin puis de 500 milliards le 10 décembre. Non seulement les montants envisagés étaient beaucoup plus importants, mais la finalité des programmes était également différente. La présidente de la BCE souhaitait en effet limiter les écarts de taux d'intérêt souverain entre pays de la zone euro, précisant notamment qu'un certain degré de flexibilité serait autorisé afin de limiter les tensions qui pourraient apparaître sur certains marchés de dette souveraine. En effet, en l'absence de marché unique pour les émissions d'obligations en zone euro, la BCE s'est imposé, pour les achats d'actifs souverains, le respect d'une clé de répartition géographique proportionnelle à la part des différents pays dans le capital de la BCE.

Ces différentes mesures se sont rapidement répercutées sur le bilan de l'Eurosystem (graphique 1), qui est ainsi passé de 4 700 milliards d'euros en février 2020 à 6 900 milliards début décembre 2020, soit une hausse de 18 points de PIB de la zone euro de l'année 2019. Cette fois-ci, l'accroissement de la taille du bilan résulte de l'augmentation simultanée des titres émis par des unités résidentes — majoritairement des obligations souveraines — et des opérations de liquidité.

Graphique 1. Actifs de l'Eurosystem

En milliards d'euros



Source : BCE.

Diverses actions servant différentes finalités

La panoplie de ces instruments répond à la nécessité d'une action servant plusieurs objectifs. En effet, même si la crise n'est pas de nature financière, elle a d'abord provoqué une forte incertitude et exposé le système financier à d'éventuelles pertes qui seraient la conséquence de la récession. La situation macroéconomique actuelle, caractérisée par une baisse de l'activité et de l'inflation, plaide donc pour une politique monétaire plus expansionniste. C'est ce que suggère la fonction de réaction de la banque centrale, l'invitant à baisser son taux directeur lorsque c'est possible ou à faire des achats de titres pour peser sur la partie longue de la courbe des taux et à soutenir l'activité de crédit au secteur réel. Il est cependant possible que l'outil de politique monétaire ne soit pas le plus approprié dans le contexte actuel et que la politique budgétaire soit plus efficace pour soutenir l'activité. Le rôle de la politique monétaire peut être alors d'accompagner la politique budgétaire en permettant un financement de ces dépenses au taux d'intérêt le plus bas possible. C'est la finalité des programmes d'achat d'actifs publics.

De par son caractère inédit, la crise de la Covid-19 a engendré une importante incertitude qui aurait pu se traduire par une forte défiance au sein du système financier et provoquer une crise de liquidité si les banques avaient vu leur accès à la liquidité de marché se tarir. Dans ces conditions, le rôle des banques centrales est d'être le prêteur en dernier ressort. C'est pourquoi il est important de garantir le refinancement des banques commerciales en proposant des opérations supplémentaires, en élargissant leur maturité et en assouplissant les exigences relatives aux garanties. Même si l'issue de la crise reste incertaine, il semble pour l'instant que la BCE ait réussi à éviter la panique.

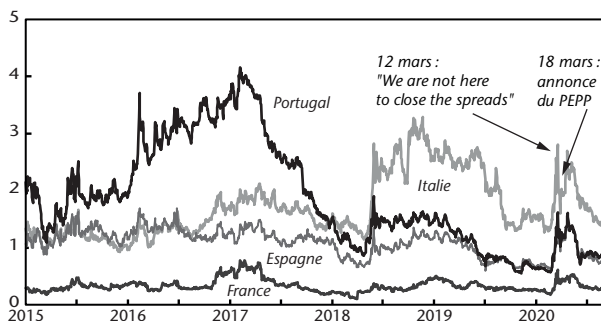
Au-delà du soutien à la liquidité bancaire, le rôle de la politique monétaire en temps de crise est de stimuler la demande et notamment d'encourager la distribution de crédit. Cette action passe généralement par la baisse des taux d'intérêt directeurs qui se transmet ensuite aux conditions de financement. Avec des taux de politique monétaire au plus bas, ce soutien a été complété par les opérations ciblées de liquidités et la politique d'achat d'actifs. En effet, dans le cadre des TLTRO, la BCE fournit un refinancement aux banques en fonction des crédits qu'elles octroient au secteur non financier. Surtout, ces refinancements sont proposés à des conditions avantageuses puisque, depuis juin 2020, le taux d'intérêt associé à ces refinancements est de $-0,5\%$, voire -1% , ce qui revient de fait à subventionner l'activité de crédit.

Quant aux achats d'actifs, ils permettent de réduire directement les taux à long terme, ce qui permet de pousser à la baisse les taux d'intérêt appliqués par les banques sur les crédits ayant des maturités plus longues et les taux de marché [Szczerbowicz, 2015 ; Blot *et al.*, 2020]. Le maintien de taux bas peut aussi être important pour atténuer la charge de la dette des agents endettés. Cette dernière mesure sera d'autant plus efficace que les agents sont endettés à taux variable.

Toutes les opérations d'achat d'actifs de la BCE ne visent pas forcément le même objectif. Alors que l'APP cherche principalement à réduire les risques déflationnistes dans la zone euro, risques qui ont notamment augmenté du fait de la chute d'activité subie en 2020, l'objectif du PEPP est de réduire les écarts de taux d'intérêt souverains entre les pays de la zone euro. De par les spécificités de l'Union monétaire européenne, caractérisée par des politiques budgétaires décentralisées, les marchés peuvent évaluer différemment les risques associés aux dettes publiques nationales. Dans la mesure où les taux

Graphique 2. Écarts de taux souverains dans la zone euro

En points



Source : Datastream, Thomson Reuters.

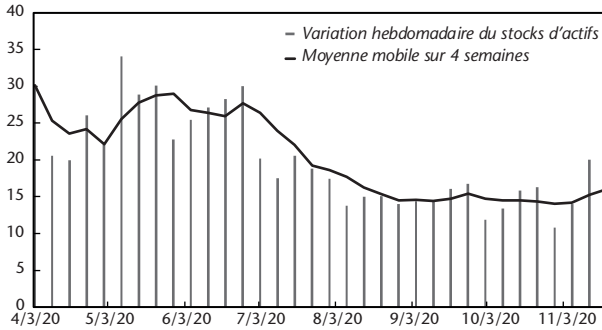
d'intérêt publics jouent un rôle clé pour la détermination des autres taux appliqués dans les pays, l'apparition d'un écart de taux entre pays provoque une fragmentation et un risque de transmission hétérogène de la politique monétaire commune. L'assouplissement des limites auto-imposées sur la répartition géographique des achats d'actifs donne une marge de manoeuvre supplémentaire à la BCE pour tenter d'influencer les différents rendements souverains.

C'est bien le sens de l'annonce du 18 mars 2020, qui est notamment intervenue en réaction à la forte augmentation des écarts de taux entre certains pays (graphique 2). Les déclarations suivantes faites par Christine Lagarde ont ensuite confirmé la finalité de ce programme et suggèrent donc que la BCE ait adopté une politique d'encadrement des *spreads* (écarts de taux d'intérêt).

De plus, comme la réponse à la crise doit nécessairement s'appuyer sur la politique budgétaire qui permet de mieux cibler les ménages et les entreprises les plus affectés, il est essentiel de préserver la capacité de stabilisation des gouvernements en leur assurant un large accès au financement. Or celle-ci peut être contrainte en cas de résurgence du risque souverain qui pourrait se traduire par un assèchement de la liquidité sur les marchés financiers. Le risque de défaut des différents États membres n'est effectivement pas consi-

Graphique 3. Flux d'achats d'actifs dans le cadre du PEPP

En milliards d'euros



Source : BCE.

déré de la même façon par les investisseurs, du fait de leur situation macroéconomique ou du niveau de leur dette. Le rôle de la BCE est donc primordial afin de maintenir une transmission à peu près homogène de la politique monétaire, mais aussi pour garantir que l'impact multiplicateur des mesures de politique budgétaire ne soit pas atténué par l'augmentation des charges d'intérêt. L'effet des interventions sur les taux d'intérêt des pays membres et la volonté d'empêcher une forte augmentation des *spreads* sont de ce point de vue primordiaux. De par son degré d'indépendance mais surtout du fait de l'architecture institutionnelle, cette coordination ne peut être qu'implicite et imparfaite à l'échelle de la zone euro.

À cet égard, il est intéressant de souligner le succès du PEPP (graphique 3), en particulier lorsque l'on considère la diminution du flux d'achats d'actifs au cours des derniers mois. Les flux étaient de plus de 25 milliards d'euros par semaine d'avril à fin juin et ont ralenti de 15 et 20 milliards d'euros par semaine à partir de juillet 2020. Dans le même temps, les *spreads* souverains sont restés contenus. La politique de la BCE a ainsi permis d'éviter la fragmentation de la zone euro et d'ajouter une crise de la dette souveraine aux crises économique et sanitaire. Ce résultat a été atteint rapidement et avec seulement une petite part de l'enveloppe globale annoncée

le 18 mars, ce qui indique aussi que le signal transmis aux investisseurs par l'annonce du programme a été suffisamment fort, confirmant notamment les travaux sur l'annonce du programme OMT (Outright Monetary Transactions) pendant l'été 2012 [Altavilla *et al.*, 2016 ; Falagiarda et Reitz, 2015]. Notons cependant ici que, au delà de l'effet d'annonce, il y a bien des achats effectifs de titres qui ont été réalisés, ce qui a probablement renforcé l'impact du PEPP relativement à celui de l'OMT.

Quelles marges de manœuvre pour les banques centrales ?

Bien que l'action de la BCE ait été déterminante pour éviter qu'une crise financière n'amplifie la crise et pour maintenir les taux souverains à un faible niveau dans la zone euro, les risques sur la croissance en 2021 restent élevés dans un contexte où l'évolution de l'épidémie reste incertaine. Dans ces conditions, la BCE dispose-t-elle de marges de manœuvre pour mener une politique monétaire plus expansionniste en cas de nouvelle baisse d'activité ou de reprise insuffisante ?

Notons d'abord que, comme souligné précédemment, toute l'enveloppe du PEPP n'a pas encore été utilisée et les achats pourraient donc être amplifiés si de nouvelles tensions sur les taux souverains apparaissaient. L'enveloppe des achats pourrait aussi être augmentée, ce qui a d'ailleurs été effectué à deux reprises en 2020. Mais, dans cette éventualité, la BCE devrait sans doute renoncer à certaines règles sur leur répartition et les montants maximum détenus, règles qu'elle s'est auto-imposée. Pour éviter toute tension sur les marchés de dette souveraine, la BCE pourrait ainsi annoncer qu'elle garantit que les écarts de taux ne dépasseront pas un seuil donné pendant le temps de la crise indépendamment de toute annonce sur un montant d'achats d'actifs. Il s'agirait d'une nouvelle version de l'OMT — qui avait été annoncée lors de la crise des dettes souveraines en septembre 2012 par Mario Draghi — *via* laquelle la BCE s'engagerait à acheter des titres de dette jusqu'à une maturité de trois ans sans fixer de limite de montant *a priori* mais seulement une limite quant à la durée de l'opération. La BCE enverrait ainsi un signal fort puisque, en tant qu'institut émetteur de la monnaie, elle a la possibilité de créer des réserves en quantité importante, ce qui rend l'annonce crédible et efficace.

Cette option rencontrerait probablement des réticences au sein du Conseil des gouverneurs puisqu'elle conduit à envisager l'absence de limites pour les achats de titres. Mais, dans la mesure

où les pays sont différemment touchés par la crise, les réponses de politique budgétaire sont nécessairement hétérogènes et, partant de niveaux de dette différents, certains pays — en particulier l'Italie — sont plus sensibles au risque de liquidité et aux attaques spéculatives. Même si les pays européens ont négocié un plan de relance budgétaire inédit, la faiblesse des transferts budgétaires entre pays suggère que l'outil de politique monétaire soit plus mobilisé pour atténuer les risques souverains spécifiques à certains pays.

Enfin, de nouveaux outils pourraient aussi être utilisés. Des propositions récentes suggèrent par exemple des transferts monétaires directs vers les ménages ou une monétisation des dettes publiques. Cette proposition reprend l'image de « monnaie hélicoptère » consistant à distribuer de la monnaie directement au public afin d'accroître ses dépenses. S'il n'y a *a priori* pas de contraintes institutionnelles empêchant la BCE de recourir à ce type de mesures, elles ne manqueraient pas de faire rentrer la politique monétaire dans le domaine budgétaire. Des transferts vers les ménages ont indubitablement des effets redistributifs et devraient donc plutôt être décidés par une institution représentative démocratiquement. Ces décisions pourraient donc plutôt être prises par des autorités budgétaires qui émettraient ensuite une dette monétisée par la banque centrale, comme le suggèrent par exemple Gürkaynak et Lucas [2020].

Repères bibliographiques

- ALTAVILLA C., GIANNON D. et LENZA M. (2016), « The financial and macroeconomic effects of OMT announcements », *International Journal of Central Banking*, vol. 12, n° 3, p. 29-57.
- BLOT C., CREEL J. et HUBERT P. (2019), « Challenges ahead for EMU monetary policy », *Study for the Committee on Economic and Monetary Affairs*, Luxembourg, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, Parlement européen, septembre.
- BLOT C., CREEL J., HUBERT P. et LABONDANCE F. (2020), « The role of ECB monetary policy and financial stress on Eurozone sovereign yields », *Empirical Economics*, vol. 59, n° 3, p. 1189-1211.
- FALAGIARDA M. et REITZ S. (2015), « Announcements of ECB unconventional programs : implications for the sovereign spreads of stressed euro area countries », *Journal of International Money and Finance*, vol. 53, p. 276-295.
- GÜRKAYNAK R. et LUCAS D. (2020), « Funding pandemic relief : monetise now », VoxEU.org, 14 mai.
- SZCZERBOWICZ U. (2015), « The ECB unconventional monetary policies : have they lowered market borrowing costs for banks and governments ? », *International Journal of Central Banking*, vol. 11, n° 4, p. 91-127.